



Jurnal Wacana Ekonomi

Fakultas Ekonomi Universitas Garut

P-ISSN : 1412-5897; E-ISSN : 2715-517X

Hubungan antara Hutang dan Kinerja Perusahaan Manufaktur di Indonesia yang *Go Public* pada Tahun 2016 – 2018

Silmi Haslinda¹ ; Nurul Hikmah Amalia² ; Farah Margaretha³

Universitas Trisakti

¹silmi.haslinda@gmail.com

²nurulhikmahamalia@gmail.com

³farahmargaretha@trisakti.ac.id

Abstract

This study was conducted to examine the literature in previous studies about the relationship between debt and company performance. The sample used in this study is manufacturing companies that are go public in Indonesia during 2016 - 2018. There are 183 manufacturing companies, but in this study used 121 manufacturing companies after purposive sampling. Company performance as the dependent variable is represented by the level of profitability that can measure the company's ability to generate profits from the assets used (in this study using the value of ROA and ROE). The independent variable in this study is represented by short-term debt (STD), long-term debt (LTD), total debt (TD). The control variables in this study are company size or SIZE, GROWTH, GDP and INFLATION. In this study using panel data regression methods and individual tests (t-test). The results of this study indicate that performance measurement based on ROA, STD, Size, and inflation values are negative while TD, growth and GDP growth values in a country affect positively. The implications of this research are as an additional reference for financial managers to increase profitability and firm's performance. For investors to increase awareness and pay attention to internal factors of the company and external economic factors before investing.

Keywords : GDP; Growth; Inflation; Leverage; Performance; ROA; ROE

1. Pendahuluan

Perkembangan dunia bisnis saat ini semakin pesat. Banyaknya perusahaan bersaing guna terus menjaga kelangsungan hidupnya. Untuk menjaga kelangsungan hidupnya, perusahaan harus mempunyai target tertentu baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Tujuan sebuah perusahaan adalah untuk mendapatkan keuntungan sebesar-besarnya. Tujuan tersebut dapat tercapai jika tata kelola perusahaan tersebut dikelola sebaik-baiknya. Baik dalam pengelolaan modal, pengelolaan aset, pengelolaan sumber daya manusia dan lain sebagainya.

Masalah pengelolaan modal menjadi hal yang sensitif karena modal sendiri merupakan sebuah komponen wajib yang harus dimiliki oleh sebuah perusahaan, tanpa modal perusahaan sulit berkembang menjadi besar. Berbicara mengenai modal tidak terlepas dari hutang, karena

permodalan sebuah perusahaan tidak sedikit yang menggunakan hutang sebagai bagian di dalamnya. Hutang sendiri terbagi atas dua jenis, yaitu hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang (Herdiyanto, 2015). Keduanya membentuk struktur yang akan digunakan oleh perusahaan untuk menjalankan usahanya baik untuk operasional maupun untuk berinvestasi.

Pilihan pembiayaan sangat penting untuk setiap perusahaan sebagai optimalisasi struktur modal antara dampak hutang dan ekuitas nilai perusahaan dan juga harga sahamnya di pasar sekuritas (Raza, 2013). Menurut Dalci (2018), hubungan antara hutang dan kinerja perusahaan dapat dijelaskan dengan menggunakan teori struktur modal. Hutang menghasilkan tekanan pada manajer dengan membatasi tindakan mereka dan menekan mereka untuk melakukan dengan baik dan untuk menghasilkan arus kas dalam rangka untuk membayar layanan hutang. Akibatnya, kinerja perusahaan dan nilai perusahaan meningkat (El-Chaarani, 2014). Beberapa studi empiris telah mempelajari dampak hutang pada kinerja perusahaan. Meskipun beberapa studi menyimpulkan terdapat dampak negatif dari hutang terhadap kinerja perusahaan, misalnya penelitian (Akeem *et al.*, 2014) untuk Nigeria, (Yazdanfar & Öhman, 2015) untuk Swedia, namun sebagian besar dari mereka ditemukan hasil yang beragam. Hasil lain ditunjukkan oleh (Tsuruta, 2015) memperoleh hubungan positif yang jelas antara hutang dan kinerja perusahaan dengan mempelajari perusahaan kecil di Jepang.

Berdasarkan uraian di atas dan penelitian terdahulu, peneliti tertarik untuk melakukan penelitian ulang dengan fokus pada sampel perusahaan manufaktur yang sudah *Go Public* di Indonesia selama periode 2016 – 2018. Studi ini berkontribusi untuk menganalisis tiga ukuran hutang, yaitu total hutang (TD), hutang jangka pendek (STD) dan hutang jangka panjang (LTD), seperti yang disarankan oleh (El-Chaarani, 2014). Selain itu, sejalan dengan (Dalci, 2018), kami juga menyertakan variabel tingkat makro, yang diabaikan dalam studi sebelumnya. Variabel tingkat makro, seperti GDP dan laju inflasi, bukti kondisi ekonomi dan kemungkinan mempengaruhi kinerja perusahaan (Pattitoni *et al.*, 2011). Studi ini juga relevan untuk perusahaan dan pengusaha, karena seperti yang disorot oleh (Zeitun & Saleh, 2015) pemahaman yang lebih baik tentang hutang dan hubungannya dapat membantu dalam menilai kebutuhan keuangan, kapasitas pinjaman dan kemampuan untuk mencapai keuntungan dan memaksimalkan kinerja. Penelitian ini bertujuan untuk melihat hubungan antara hutang dan kinerja perusahaan yang diukur berdasarkan nilai ROA & ROE perusahaan manufaktur yang *go-public* pada tahun 2016 – 2018.

2. Kajian Teori

Menurut Dalci (2018), hubungan antara hutang dan kinerja perusahaan dapat dijelaskan dengan menggunakan teori struktur modal. Teori ini didasarkan pada beberapa asumsi yang tidak realistis itu membuatnya tidak berlaku di dunia nyata, yaitu, bahwa tidak ada pajak atau biaya transaksi, semua investor memiliki peluang yang sama di pasar keuangan dengan biaya yang sama, tidak ada informasi yang asimetri, tidak ada biaya kebangkrutan dan tidak ada efek hutang pada pendapatan perusahaan (El-Chaarani, 2014). Hubungan variabel likuiditas pendanaan terhadap perilaku pengambilan risiko dapat diukur dengan menggunakan faktor ekonomi makro yaitu pertumbuhan tingkat GDP, tingkat pengangguran dan juga indeks harga rumah (Dalci, 2018).

Penelitian (Taani, 2012) menyelidiki dampak dari kebijakan manajemen modal kerja dan *leverage* keuangan pada kinerja keuangan, studi ini menunjukkan bahwa kebijakan manajemen modal kerja perusahaan, *leverage* keuangan dan ukuran perusahaan memiliki hubungan yang

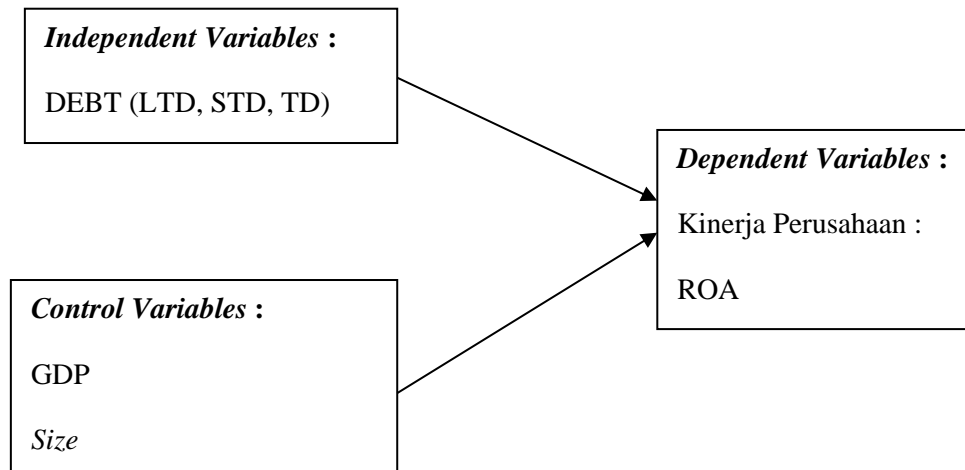
signifikan dengan laba bersih dan juga tidak berdampak signifikan pada laba atas ekuitas (ROE) dan pengembalian aset (ROA). Mengenai variabel kontrol, kami menyertakan ukuran dan pertumbuhan perusahaan. SIZE (ukuran perusahaan) diukur melalui logaritma aset, karena sebagian besar studi ditinjau mengadopsi proxy ini (Zeitun & Saleh, 2015). Hasil yang ambigu diantisipasi pada hubungan antara ukuran perusahaan dan kinerja perusahaan karena ada argumentasi berlawanan mengenai hal ini. Di satu sisi, perusahaan yang lebih besar cenderung mengeksploitasi skala ekonomi dan memiliki kemampuan yang lebih baik dalam menggunakan teknologi serta kemampuan untuk mencapai produk diversifikasi yang lebih baik dan pangsa pasar yang lebih besar menurut penelitian Yazdanfar & Öhman (2015), yang membenarkan adanya hubungan yang positif antara ukuran dan kinerja perusahaan.

Dewiningrat & Mustanda (2018) mengindikasikan bahwa likuiditas merupakan kesiapan perusahaan dalam menyelesaikan kewajiban berjangka pendek tepat pada waktunya saat jatuh tempo, yang dicerminkan dari besarnya aktiva lancar yang dimiliki perusahaan. Selain itu, pendanaan likuiditas disebut sebagai kemampuan untuk mengumpulkan uang tunai dalam waktu singkat (Sia & Jose, 2019). Pengukuran likuiditas pendanaan yaitu dengan deposito dan pinjaman yang datanya dapat diperoleh melalui laporan tahunan ataupun laporan keuangan pada masing-masing perusahaan manufaktur yang telah dipublikasikan.

Ukuran perusahaan (*SIZE*) merupakan ciri penting dari sebuah perusahaan untuk mencoba memahami skala operasi yang dapat membantu dalam mengelola risiko yang lebih baik. Hal ini diukur dengan log dari total aset. Messai *et al.*, (2015) mengungkapkan bahwa pertumbuhan ekonomi diukur dengan menggunakan *gross domestic product* (GDP), *growth rate* atau tingkat pertumbuhan GDP. Data GDP diperoleh melalui situs (www.worldbank.org). Boateng (2018), menyatakan bahwa *gross domestic product* (GDP) mengarah pada total nilai pasar semua barang dan jasa yang diproduksi dalam suatu negara pertahun. GDP merupakan indikator utama pertumbuhan ekonomi yang menunjukkan tingkat produktivitas suatu negara (Adeusi *et al.*, 2014).

Penelitian lain yang mendukung hubungan negatif antara ukuran perusahaan dan kinerja perusahaan, menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih besar berada di bawah kendali manajer yang didorong oleh tujuan mereka sendiri yang dapat mengakibatkan penggantian tujuan memaksimalkan fungsi keuntungan perusahaan dengan tujuan memaksimalkan fungsi utilitas manajer (Pervan, 2012). Mengenai pertumbuhan (*GROWTH*), hal ini diukur sebagai pertumbuhan penjualan dan diharapkan memiliki pengaruh positif pada kinerja perusahaan seiring dengan pertumbuhan menghasilkan pendapatan tambahan dari proyek investasi baru (Zeitun & Saleh, 2015). Akhirnya, mengenai tingkat makro variabel, tingkat pertumbuhan PDB atau GDP dan tingkat inflasi, mereka mencerminkan kondisi ekonomi negara. Al-Matari *et al.*, (2014) mengidentifikasi ukuran kinerja yang paling banyak digunakan di 286 studi empiris yang diterbitkan antara 2003 dan 2012 menyimpulkan bahwa tindakan kinerja berdasarkan akuntansi dan tindakan yang paling sering digunakan adalah: ROA, ROE dan *margin EBITDA*.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat di bentuk rerangka konseptual sebagai berikut :



Gambar 1 Rerangka Konseptual

Pendanaan melalui hutang juga dapat memberikan risiko keuangan (*financial risk*), yaitu tambahan risiko yang dibebankan para pemegang saham biasa sebagai akibat dari keputusan untuk melakukan pendanaan melalui hutang. Hutang jangka pendek maupun jangka panjang harus dibayar kembali. Semakin panjang periode pembayaran kembali hutang dan semakin sedikit cadangan pembayaran kembali, semakin mudah bagi suatu perusahaan untuk mendapatkan modal hutang. Inflasi yang tinggi akan mengakibatkan daya beli masyarakat menurun dan kenaikan tingkat bunga. Tingginya inflasi mengakibatkan turunnya profitabilitas perusahaan sehingga memengaruhi kemampuan perusahaan untuk memberikan laba bagi perusahaan pemegang saham (Suryanto & Kesuma, 2013). Pertumbuhan ekonomi diukur menggunakan data GDP, yang mengukur pendapatan total setiap orang dalam perekonomian. GDP sering dianggap sebagai ukuran yang paling baik dari kinerja perekonomian Sartika *et al.*, (2019). Seperti yang disorot oleh Pattitoni *et al.*, (2011), beberapa penelitian menunjukkan bahwa kinerja perusahaan memiliki sifat prosiklis, yaitu, kinerja meningkat ketika kondisi ekonomi menguntungkan. Dengan cara ini, diharapkan koefisien positif untuk variabel GDP_GROWTH dan koefisien negatif untuk variabel inflasi. Berdasarkan hal ini, studi ini maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H1: GDP dan Inflasi mempengaruhi hubungan antara hutang dan kinerja perusahaan.

Pandey & Sahu (2019), mempelajari leverage keuangan dan *agency cost*, bukti empiris di India. Studi menemukan bahwa biaya umum dan admin ke rasio penjualan mempunyai hubungan negatif terhadap seluruh rasio leverage. Namun, analisis (El-Chaarani, 2014) menyarankan agar kerangka kelembagaan masing-masing negara dapat memiliki dampak yang signifikan pada argumen teoritis dan hasil yang berbeda dari studi empiris sebelumnya. Hal ini didukung oleh (Safitri & Mukaram, 2018), semakin besar ROA perusahaan, semakin besar pula posisi perusahaan tersebut dari segi penggunaan aset. Dengan cara ini, penting untuk melanjutkan penelitian tentang hubungan antara hutang dan kinerja perusahaan yang berfokus pada dampak kerangka kelembagaan untuk memperdalam pemahaman kita tentang masalah ini. Berdasarkan hal ini, studi ini akan menguji hipotesis berikut:

H2: Terdapat dampak positif pada kinerja perusahaan manufaktur berdasarkan nilai ROA dan ROE.

Leverage keuangan dapat digambarkan sebagai sejauh mana bisnis atau investor menggunakan pinjaman uang. Ketika hutang meningkat, leverage keuangan pun meningkat. Telah dilakukan studi yang berbeda bahwa leverage keuangan memiliki hubungan dengan kinerja keuangan (Rehman, 2013). Akhtar *et al*, (2012) meneliti hubungan antara leverage keuangan dan kinerja keuangan, bukti dari sektor bahan bakar dan energi Pakistan. Herdiyanto (2015), mengatakan jika tingkat leverage baik maka perusahaan memiliki kemampuan yang lebih untuk meningkatkan produksi dan menghasilkan pertumbuhan penjualan yang lebih besar. Hasilnya menunjukkan bahwa ada persepsi umum bahwa terdapat hubungan antara leverage keuangan dan kinerja perusahaan yaitu sebagian besar indikator kinerja keuangan memiliki hubungan positif antara leverage dan keuangan kinerja bila dibandingkan dengan rasio hutang terhadap ekuitas.

H3: Terdapat dampak positif dari leverage terhadap kinerja perusahaan.

3. Metode Penelitian

Metode pengumpulan data yang digunakan adalah pengumpulan data sekunder, dimana data sekunder merupakan data yang diperoleh secara tidak langsung atau sumber yang telah dipublikasikan sehingga data tersebut telah tersedia. Sumber data pada diperoleh dari website Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id), website investing (www.investing.com) dan website Bank Dunia (www.worldbank.org). Data sampel ini terdiri dari semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2016-2018.

Metode penarikan sampel yang dilakukan dengan cara Purposive sampling, dari metode tersebut didapatkan sampel penelitian sebanyak 121 perusahaan pada sektor industri manufaktur yang telah memenuhi kriteria tertentu. Kriteria-kriterianya adalah sebagai berikut:

Tabel 1 Kriteria Penarikan Sampel

Keterangan	Jumlah
Perusahaan-perusahaan sector manufaktur yang telah go-public dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk periode 2016-2018	183
Perusahaan menggunakan satuan USD pada laporan keuangan	(30)
Perusahaan manufaktur yang tidak melakukan publikasi laporan tahunan pada tahun 2015&2016	(32)
Jumlah Sampel Perusahaan	121

Identifikasi variabel yang digunakan untuk mengetahui hubungan antara variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel dependen (Performa/Kinerja Perusahaan). Kinerja perusahaan dalam hal ini diwakili oleh tingkat profitabilitas dengan indikator *return of assets* (ROA) (Herdiyanto, 2015). ROA merupakan salah satu rasio profitabilitas yang dapat mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aktiva yang digunakan. Semakin tinggi nilai ROA akan semakin baik kinerja perusahaan.

Variabel independen diwakili oleh hutang jangka pendek (STD), hutang jangka panjang (LTD), total hutang (TD). Sementara variabel kontrol yang digunakan adalah ukuran perusahaan atau

SIZE, *GROWTH*, GDP dan INFLASI. Masing-masing variabel dapat dijelaskan melalui tabel sebagai berikut :

Tabel 2 Definisi Operasional

Jenis Variabel	Simbol	Definisi Operasional Variabel		Sumber
Variabel Dependen	PERF	Menggambarkan kinerja perusahaan	$PERF = DEBT + SIZE + GDP + INFLATION$	Taani, 2012
	ROA	Ukuran kinerja keuangan	Pendapatan bersih dibagi dengan total aset	Herdiyan, 2015
	ROE	Ukuran kinerja keuangan	dihitung dengan membagi laba bersih dengan ekuitas	Al-Matari, Al-Swidi, & Fadzil, 2014)
Variabel Independen	DEBT	Pinjaman Jangka Panjang (LTD), Pinjaman Jangka Pendek (STD), dan Total Pinjaman (TD)	Dilihat dari laporan keuangan perusahaan (download dari website IDX dan Investing.com)	Zeitun & Saleh, 2015
Variabel Kontrol	SIZE	Ukuran perusahaan	$Ukuran Perusahaan = Ln \text{ Total aset}$	Messai et al, 2015
	GROWTH	Tingkat pertumbuhan perusahaan	Dihitung dari pencapaian tahun sebelumnya ke tahun saat ini	Zeitun & Saleh, 2015
	GDP	Perbedaan PDB dari tahun sebelumnya dibagi dengan PDB tahun sebelumnya	Data didapat dari website World Bank / Bank Dunia (www.worldbank.org)	Boateng, 2018
	INFLATION	Tingkat Inflasi tahunan	Data didapat dari website World Bank / Bank Dunia (www.worldbank.org)	Zeitun & Saleh, 2015

Model Penelitian

Uji Instrumen (Pemilihan Model Estimasi)

Tabel 3 Hasil Estimasi Pemilihan Model *Fixed Effect* vs *Random Effect*

Model	Metode	Probabilita Chi-Square	Keputusan	Keterangan
Model 1	<i>Hausman Test</i>	1.0000	diterima	<i>random effect</i>
Model 2	<i>Hausman Test</i>	1.0000	diterima	<i>random effect</i>

Sumber: Data Output Eviews 1

Model 1 : Pengukuran Kinerja Berdasarkan ROA

Dengan melakukan pengujian menggunakan *Hausman Test* dimana hipotesa nol (H_0) adalah model *random effect* diperoleh nilai Probabilitas dari Chi square sebesar $1.000 > 0,05$. Dengan demikian hipotesa nol (H_0) diterima, sehingga model yang lebih baik digunakan adalah estimasi dengan *random effect*.

Model 2 : Pengukuran Kinerja Berdasarkan ROE

Dengan melakukan pengujian menggunakan *Hausman Test* dimana hipotesa nol (H_0) adalah model *random effect* diperoleh nilai Probabilitas dari Chi square sebesar $1.000 > 0,05$. Dengan demikian hipotesa nol (H_0) diterima, sehingga model yang lebih baik digunakan adalah estimasi dengan *random effect*.

Metode Analisa Data

a. Uji F (Serentak)

Pengujian ini bertujuan untuk melihat bagaimanakah pengaruh seluruh variabel independen dan variabel kontrol yang diuji secara bersama - sama mempengaruhi variabel dependennya secara signifikan. Berikut hasil pengujian Uji F :

Tabel 4
Hasil Uji F

Model 1	F-Statistic	1.629449
	Prob (F-Statistic)	0.000677
Model 2	F-Statistic	0.956966
	Prob (F-Statistic)	0.604511

Sumber: Data Output Eviews 10

Berdasarkan analisis uji F pada tabel 4, hasilnya menunjukkan bahwa seluruh variabel bebas dan variabel kontrol yang diuji mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen yaitu kinerja perusahaan berdasarkan ROA dan ROE.

Model 1 : Pengukuran Kinerja Berdasarkan ROA

Nilai F-stat yang menggambarkan uji ketepatan model adalah sebesar 1.629449, dengan probabilitas F-stat sebesar $0.000677 > 0,10$ ($\alpha = 10\%$), maka hipotesa null (H_0) ditolak, H_a diterima dan disimpulkan pada tingkat kepercayaan 90%, terdapat variabel independen dan variabel kontrol secara simultan mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Model 2 : Pengukuran Kinerja Berdasarkan ROE

Nilai F-stat yang menggambarkan uji ketepatan model adalah sebesar 0.956966, dengan probabilitas F-stat sebesar $0.604511 > 0,10$ ($\alpha = 10\%$), maka hipotesa null (H_0) ditolak, H_a diterima dan disimpulkan pada tingkat kepercayaan 90%, terdapat variabel independen dan variabel kontrol secara simultan mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

b. Uji *Goodness of Fit* (R^2)

Tabel 5
Tabel Koefisien Determinasi

Model 1	Adjusted R-Square	0.465229
Model 2	Adjusted R-Square	0.338153

Sumber: Data Output Eviews 10

Model 1 : Pengukuran Kinerja Berdasarkan ROA

Berdasarkan hasil pengolahan dengan metode *random effect* didapatkan nilai *adjusted R-square* sebesar 0.465229 atau sebesar 46.5299%, hal ini menunjukkan kemampuan dari seluruh variabel independen dalam menjelaskan variasi dari variabel dependen sebesar 46.5299% sedangkan sisanya sebesar 53.4771% dijelaskan oleh variabel independen lain yang tidak dimasukkan kedalam model.

Model 2 : Pengukuran Kinerja Berdasarkan ROE

Berdasarkan hasil pengolahan dengan metode *random effect* didapatkan nilai *adjusted R-square* sebesar 0.338153 atau sebesar 33.8153%, hal ini menunjukkan kemampuan dari seluruh variabel independen dalam menjelaskan variasi dari variabel dependen sebesar 33.8153% sedangkan sisanya sebesar 66.1847% dijelaskan oleh variabel independen lain yang tidak dimasukkan kedalam model.

4. Pembahasan

Analisa Uji Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif menjelaskan tentang karakteristik data yang digunakan dalam penelitian yang dilihat dari nilai minimum, maksimum, mean, dan standar deviasi. Nilai minimum merupakan nilai terendah untuk setiap variabel, sedangkan nilai maksimum merupakan nilai tertinggi untuk setiap variabel dalam penelitian. Nilai mean merupakan nilai rata-rata dari setiap variabel dalam penelitian. Standar deviasi merupakan sebaran data penelitian yang digunakan untuk mencerminkan data itu heterogen atau homogen yang bersifat fluktuatif. Statistik deskriptif dari hasil pengolahan *SPSS Statistic 25* dan *Eviews 10*. Berikut hasil statistik deskriptif dari variabel-variabel yang digunakan:

Tabel 6 Hasil Statistika

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROE	363	-9.39	34.73	.2206	1.96784
ROA	363	-.61	3.68	.0754	.22593
TD	363	.00	15.33	.4885	.88421
LTD	363	.00	14.58	.1421	.79931
STD	363	.00	5.32	.3464	.33556

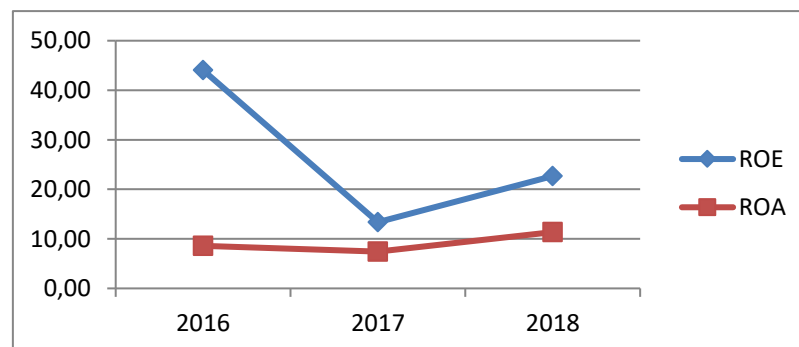
SIZE	363	6.85	19.66	14.3521	1.81929
GROWTH	363	-.99	3.23	.0894	.27626
GDP	363	4.88	5.17	5.0383	.12232
INFLASI	363	3.20	3.81	3.5110	.24978
Valid N (listwise)	363				

Sumber : IBM SPSS Statistic 25

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
PERF	363	16.59	49.30	23.9679	2.33188
Valid N (listwise)	363				

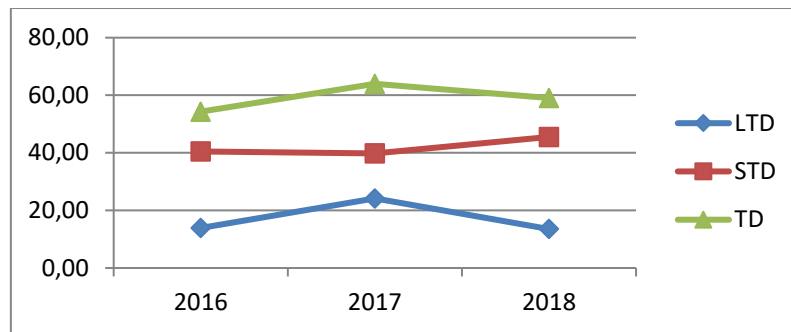
Sumber : IBM SPSS Statistic 25

Berfokus pada karakteristik perusahaan, dapat dikatakan dari total N = 363 data sampel, tidak ada perbedaan yang signifikan antar data variabel perusahaan yang digunakan. Hal ini dibuktikan dengan nilai standar deviasi yang relative kecil yaitu di range 0,12232 s.d 1.96784 untuk setiap variabel. Sedangkan untuk Variabel PERF (kinerja perusahaan) memiliki nilai minimum sebesar 16,35 dan nilai maksimum sebesar 49,30 dengan nilai standar deviasi sebesar 2,33188 < nilai rata-rata 23,9679. Sehingga dapat dikatakan bahwa sebaran data sampel yang digunakan tidak terlalu beragam/menyimpang. Karena semakin besar nilai standar deviasi yang didapatkan menunjukkan semakin besar juga penyimpangannya, sebaliknya semakin kecil nilai standar deviasi maka semakin kecil juga penyimpangannya. Nilai rata-rata adalah tolak ukur yang bisa digunakan untuk melihat penyimpangan tersebut. Berikut merupakan Grafik pertumbuhan ROA dan ROE perusahaan manufaktur selama periode pengamatan 3 tahun (2016-2018).



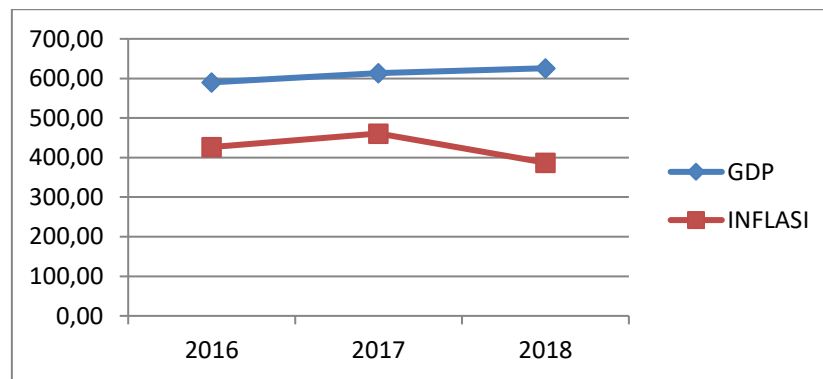
Gambar 1 ROA dan ROE Periode 2016 – 2018

Berikut merupakan Grafik pertumbuhan LTD, STD dan TD perusahaan manufaktur selama periode pengamatan 3 tahun (2016-2018).



Gambar 2 Grafik Variabel DEBT (LTD, STD dan TD) Periode 2016 – 2018

Berikut merupakan Grafik pertumbuhan GDP dan Inflasi selama periode pengamatan 3 tahun (2016-2018).



Gambar 3 Grafik GDP dan Inflasi Periode 2016 - 2018

Berdasarkan grafik tersebut, dapat dilihat nilai ROA dan ROE mengalami penurunan di tahun 2017 ketika nilai LTD, STD dan TD mengalami kenaikan dibandingkan tahun 2016. Nilai ROE dan ROA mengalami kenaikan di tahun 2018 pada saat nilai LTD turun, STD naik dan TD turun. Dari sisi variabel kontrol, nilai ROA dan ROE mengalami penurunan dari tahun 2016 ke tahun 2017 pada saat terdapat kenaikan inflasi dari tahun 2016 ke tahun 2017. Sedangkan ROA dan ROE mengalami peningkatan kembali pada tahun 2018 pada saat nilai GDP naik dan nilai inflasi turun. Selain itu, berdasarkan grafik terlihat bahwa nilai rata-rata STD selama 3 tahun pengamatan dari tahun 2016 sampai dengan tahun 2018 lebih tinggi dari nilai rata-rata LTD. Hal ini mengindikasikan bahwa pada sampel perusahaan manufaktur yang diteliti, rata-rata sistem pendanaan perusahaan menggunakan *Short Term Debt* (hutang jangka pendek). *Output* yang sama didapatkan pada penelitian sebelumnya pada penelitian Forte & Tavares (2020) dan penelitian Yazdanfar & Öhman (2015) terkait *debt financing and firm's performance*. Serta didukung oleh penelitian Salim & Yadav (2012) terkait *capital structure and firm performance*.

Sebelum melanjutkan ke model estimasi, penting untuk memahami korelasi antara variabel model yang digunakan dalam penelitian. Berikut hasil korelasi matriks yang dijalankan melalui aplikasi Eviews 10.

Tabel 7 Korelasi Matriks

Korelasi Probabilitas	ROE	ROA	LTD	STD	TD	SIZE	GROWTH	GDP	INFLASI
ROE	1.000.000								

ROA	0.292573	1.000.000							
	0.0000	-----							
LTD	-0.024037	-0.079366	1.000.000						
	0.6481	0.1312	-----						
STD	-0.043191	-0.051823	0.056540	1.000.000					
	0.4120	0.3248	0.2827	-----					
TD	-0.038120	-0.091412	0.925439	0.430615	1.000.000				
	0.4690	0.0820	0.0000	0.0000	-----				
SIZE	0.066002	0.083162	-0.106627	-0.128996	-0.145344	1.000.000			
	0.2096	0.1137	0.0423	0.0139	0.0055	-----			
GROWTH	0.010471	0.010272	-0.224222	-0.013389	-0.207773	-0.014009	1.000.000		
	0.8424	0.8454	0.0000	0.7993	0.0001	0.7902	-----		
GDP	-0.042855	0.033691	0.007110	0.044395	0.023275	0.043537	0.019985	1.000.000	
	0.4156	0.5223	0.8926	0.3990	0.6585	0.4082	0.7043	-----	
INFLASI	-0.013770	-0.059323	0.043892	-0.058636	0.017425	-0.021857	-0.025826	-0.386219	1.000.000
	0.7937	0.2596	0.4044	0.2652	0.7407	0.6781	0.6238	0.0000	-----

Sumber : Data Output EViews 10

Uji multikolineritas merupakan pengujian untuk menilai apakah model regresi mengandung korelasi antar variabel bebas. Data dikatakan multikolineritas apabila koefisien korelasi antar variabel independen lebih dari atau sama dengan 0.8. Hasil pengujian pada Tabel 5 memperlihatkan bahwa angka tolerance variabel bebas rata – rata lebih kecil dari 0.5 kecuali untuk nilai korelasi yang cukup tinggi antara variabel LTD dan TD sebesar 0.925439 memperlihatkan hubungan korelasi yang cukup kuat. Hal ini sejalan dengan penelitian sebelumnya Forte & Tavares (2019) dan Pandey & Sahu (2019). Dari hasil tersebut dapat dikonfirmasi bahwa semua koefisien antara variabel cukup rendah, sehingga tidak ada indikasi Multikolineritas antara variabel termasuk dalam model didukung oleh penelitian Yazdanfar & Öhman (2015).

Hasil Analisa Data

Sebagaimana hasil uji korelasi dan regresi, variabel LTD menjadi variabel yang dikeluarkan. Mengingat hasil korelasinya yang tinggi dibandingkan dengan variabel yang lain. Sehingga variabel yang digunakan untuk model estimasi hanya variabel STD, TD, SIZE, GROWTH, GDP dan INFLASI. Adapun variabel ROA dan ROE digunakan dengan variabel pengukuran PERF (kinerja perusahaan). Berikut hasil analisa pengujian yang telah dilakukan.

Uji t pada model pengukuran kinerja berdasarkan ROA, adalah :

Tabel 8 Hasil Uji T Model

Hasil Estimasi Metode <i>Random Effect</i> Variabel Dependen: ROA			
Variabel	Coefficient	Prob	Keputusan
STD	-0.020067	0.0403	Berpengaruh Negatif
TD	0.004584	0.0226	Berpengaruh Positif
SIZE	-0.012688	0.0494	Berpengaruh

			Negatif
GROWTH	0.007609	0.0476	Berpengaruh Positif
GDP	0.031220	0.0495	Berpengaruh Positif
INFLASI	-0.051418	0.0469	Berpengaruh Negatif

Sumber: Data Output Eviews 10

Uji t pada model pengukuran kinerja berdasarkan ROE, adalah :

Hasil Estimasi Metode Random Effect Variabel Dependen: ROE			
Variabel	Coefficient	Prob	Keputusan
STD	0.043704	0.0508	Berpengaruh Positif
TD	-0.036156	0.0219	Berpengaruh Negatif
SIZE	-0.177777	0.0478	Berpengaruh Negatif
GROWTH	0.019578	0.0461	Berpengaruh Positif
GDP	-0.796156	0.0414	Berpengaruh Negatif
INFLASI	-0.281141	0.0455	Berpengaruh Negatif

Sumber: Data Output Eviews 10

Uji t pada model pengukuran kinerja berdasarkan ROA dan ROE :

Hasil Estimasi Metode Random Effect Variabel Dependen: PERF			
Variabel	Coefficient	Prob	Keputusan
ROA	0.989446	0.0324	Berpengaruh Positif
ROE	0.984122	0.0001	Berpengaruh Positif

Analisis Regresi Berganda

Analisis regresi berganda bertujuan untuk melihat pengaruh antara variabel independen dan variabel kontrol terhadap variabel dependen pada kinerja perusahaan. Berikut merupakan analisis regresi dari kedua model yaitu:

Hasil persamaan regresi dari model 1 Pengukuran Kinerja Berdasarkan ROA :

$$\text{PERF} = 0.284748 - 0.020067 \text{ STD} + 0.004584 \text{ TD} - 0.012688 \text{ SIZE} + 0.007609 \text{ GROWTH} + 0.031220 \text{ GDP} - 0.051418 \text{ INFLASI}$$

Hasil persamaan regresi dari model 2 Pengukuran Kinerja Berdasarkan ROE :

$$\text{PERF} = 7.771209 + 0.043704 \text{ STD} - 0.036156 \text{ TD} - 0.177777 \text{ SIZE} + 0.019578 \text{ GROWTH}$$

$$- 0.796156 \text{ GDP} - 0.281141 \text{ INFLASI}$$

Pembahasan Hasil Penelitian

H₁ : GDP dan Inflasi mempengaruhi hubungan antara hutang dan kinerja perusahaan manufaktur.

Pada Model 1 pengujian statistik menunjukkan besarnya nilai sig. GDP sebesar 0.7223 dan sig. INFLASI sebesar 0.2748. Keduanya memiliki nilai sig. $< 0,10$ ($\alpha = 10\%$), maka disimpulkan hipotesa null (H_0) ditolak, H_1 diterima. Selanjutnya dapat dilihat nilai koefisien GDP sebesar 0.031220 dan nilai koefisien INFLASI sebesar -0.051418. Sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa GDP memberikan pengaruh positif sedangkan INFLASI memberikan pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan diukur dari ROA. Artinya, jika GDP naik sebesar 1%, maka ROA akan naik sebesar 0.031220%, dan apabila nilai INFLASI naik 1% maka nilai ROA akan turun sebesar 0.051418% dengan asumsi *ceteris paribus*. Selanjutnya pada model 2 dimana pengukuran kinerja perusahaan menggunakan ROE, variabel GDP mempunyai nilai koefisien sebesar -0.796156 dan INFLASI mempunyai nilai koefisien sebesar -0.281141. Artinya, jika GDP naik sebesar 1%, maka ROE akan turun sebesar 0.796155%, hal ini dimungkinkan karena ketika tingkat GDP mengalami kenaikan, berarti konsumsi rumah tangga naik yang dapat disimpulkan bahwa pendapatan pemerintah naik. Hal ini tentu mencerminkan kondisi ekonomi yang baik sehingga investor akan lebih tertarik melakukan investasi. Apabila nilai investasi naik, maka nilai equity dimungkinkan semakin tinggi sehingga dapat menurunkan nilai ROE. Sebagaimana dijelaskan di penelitian (Forte & Tavares, 2019) bahwa ROE memiliki alur yang sedikit berbeda dengan ROA yang dapat dijelaskan melalui cara pengukuran dari keduanya. ROE adalah laba bersih atas ekuitas, sedangkan ROA adalah rasio laba bersih atas asset. Dari hasil yang diperoleh, dapat disimpulkan terdapat peningkatan ekuitas sebagai akibat dari jumlah hutang yang lebih rendah. Sejalan dengan penelitian Khasawneh & Dasouqi (2017) yang mengatakan bahwa GDP memiliki hubungan yang signifikan dengan ROE dimana peningkatan GDP akan menyebabkan peningkatan ROA. Sedangkan untuk nilai INFLASI, apabila naik 1% maka nilai ROE akan turun sebesar 0.281141% dengan asumsi *ceteris paribus*. Hasil ini sejalan dengan penelitian (Forte & Tavares, 2019). Tingginya inflasi mengakibatkan turunnya profitabilitas perusahaan sehingga memengaruhi kemampuan perusahaan untuk memberikan laba bagi perusahaan pemegang saham (Suryanto & Kesuma, 2013). Pertumbuhan ekonomi diukur menggunakan data GDP, yang mengukur pendapatan total setiap orang dalam perekonomian. GDP sering dianggap sebagai ukuran yang paling baik dari kinerja perekonomian Sartika *et al.*, (2019). Seperti yang disorot oleh Pattitoni *et al.*, (2011), beberapa penelitian menunjukkan bahwa kinerja perusahaan memiliki sifat prosiklis, yaitu, kinerja meningkat ketika kondisi ekonomi menguntungkan. Hasil yang didapatkan mendukung teori sebelumnya dimana koefisien positif untuk variabel GDP_GROWTH dan koefisien negatif untuk variabel inflasi.

H₂ : Terdapat dampak positif pada kinerja perusahaan manufaktur berdasarkan nilai ROA dan ROE.

Pengujian statistik menunjukkan besarnya nilai sig. ROA sebesar 0.0324 dan nilai koefisien sebesar 0.989446 sedangkan sig. ROE sebesar 0.0001 dengan nilai koefisien 0.9841222. Keduanya memiliki nilai sig. $< 0,10$ ($\alpha = 10\%$), maka disimpulkan hipotesa null (H_0) ditolak, H_2 diterima. Oleh karena itu disimpulkan pada tingkat kepercayaan 90 persen terdapat pengaruh positif ROA dan ROE terhadap PERF. Jika melihat pada nilai koefisien dapat disimpulkan apabila ada kenaikan 1% pada ROA, maka PERF akan mengalami kenaikan sebesar 0.989446%. Selanjutnya apabila ada kenaikan 1% pada ROE, maka PERF akan

mengalami kenaikan sebesar 0.9841222% dengan asumsi *ceteris paribus* sejalan dengan penelitian (Forte & Tavares, 2019). Hal ini didukung juga dengan penelitian Safitri & Mukaram (2018) dan penelitian Salim & Yadav (2012) yang mengatakan semakin besar ROA perusahaan, semakin besar pula posisi perusahaan tersebut dari segi penggunaan aset terkait.

H₃ : Terdapat dampak positif dari leverage terhadap kinerja perusahaan manufaktur.

Berdasarkan hasil penelitian, terdapat hasil yang sedikit berbeda antara pengukuran kinerja berdasarkan ROA dan ROE. Pada pengukuran kinerja perusahaan berdasarkan ROA, variabel STD berpengaruh negatif dengan nilai koefisien -0.020067. Artinya jika STD naik 1% maka nilai ROA akan turun sebesar 0.020067% terhadap kinerja perusahaan dengan asumsi *ceteris paribus*. Sedangkan Total Debt (TD) berpengaruh positif dengan nilai koefisien 0.004584. Artinya jika TD naik 1% maka nilai ROA akan naik sebesar 0.004584% terhadap kinerja perusahaan dengan asumsi *ceteris paribus*. Pada pengukuran kinerja perusahaan berdasarkan ROE, variabel STD berpengaruh positif dengan nilai koefisien 0.004704. Artinya jika STD naik 1% maka nilai ROE akan naik sebesar 0.004704% terhadap kinerja perusahaan dengan asumsi *ceteris paribus*. Sedangkan Total Debt (TD) berpengaruh negatif dengan nilai koefisien -0.036156. Artinya jika STD naik 1% maka nilai ROE akan turun sebesar 0.036156% terhadap kinerja perusahaan dengan asumsi *ceteris paribus*. Sejalan dengan penelitian Forte & Tavares (2019) yang menyatakan bahwa memang ada dampak pengaruh leverage terhadap kinerja perusahaan. Namun perlu diperhatikan leverage harus dipisahkan antara STD (Short Term Debt), LTD (Long Term Debt) dan TD (Total Debt). Hasil ini mendukung teori sebelumnya dimana leverage keuangan dapat digambarkan sebagai sejauh mana bisnis atau investor menggunakan pinjaman uang. Ketika hutang meningkat, leverage keuangan pun meningkat. Telah dilakukan studi yang berbeda bahwa leverage keuangan memiliki hubungan dengan kinerja keuangan (Rehman, 2013). Akhtar *et al*, (2012) meneliti hubungan antara leverage keuangan dan kinerja keuangan, bukti dari sektor bahan bakar dan energi Pakistan dan penelitian Herdiyanto (2015), mengatakan jika tingkat leverage baik maka perusahaan memiliki kemampuan yang lebih untuk meningkatkan produksi dan menghasilkan pertumbuhan penjualan yang lebih besar.

Sedangkan untuk variabel kontrol SIZE dan GROWTH menghasilkan pengaruh yang sedikit berbeda pada pengukuran kinerja berdasarkan ROA maupun ROE. Dimana SIZE memberikan pengaruh negatif dengan nilai koefisien -0.012688 pada pengukuran kinerja berdasarkan ROA dan nilai koefisien sebesar -0.177777 pada ROE yang artinya apabila ada kenaikan sebesar 1% pada SIZE, maka akan ada penurunan nilai ROA sebesar 0.012688% dan penurunan nilai ROE sebesar 0.177777%. Hal ini sejalan dengan yang disampaikan pada penelitian Forte & Tavares (2019) terkait argumen lain yang membela hubungan negatif antara ukuran perusahaan (SIZE) dan kinerja perusahaan yang menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih besar berada di bawah kendali manajer yang didorong oleh tujuan mereka sendiri dapat mengakibatkan penggantian tujuan memaksimalkan fungsi keuntungan perusahaan dengan tujuan memaksimalkan fungsi utilitas manajer (Pervan, 2012). Sedangkan untuk variabel GROWTH memberikan positif dengan nilai koefisien sebesar 0.07609 pada pengukuran terhadap ROA dan nilai koefisien sebesar 0.019578 pada pengukuran terhadap ROE. Artinya apabila ada kenaikan sebesar 1% pada sales GROWTH, maka nilai ROA akan mengalami kenaikan sebesar 0.07609% dan ROE akan mengalami kenaikan sebesar 0.177777% dengan asumsi *ceteris paribus*. Hasil yang diperoleh sama dengan penelitian sebelumnya dimana GROWTH diartikan sebagai alat ukur pertumbuhan penjualan dan diharapkan memiliki efek positif pada kinerja perusahaan dimana

GROWTH menghasilkan pendapatan tambahan dari proyek investasi baru (Forte & Tavares, 2019).

5. Kesimpulan dan Implikasi

Kesimpulan

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan dengan metode regresi data panel dan uji individu (uji t) disimpulkan bahwa :

1. Model 1 : Pengukuran kinerja berdasarkan ROA, Pinjaman jangka pendek (STD), ukuran perusahaan (SIZE) dilihat dari aset, dan INFLASI berpengaruh negatif sedangkan Total Debt (TD), GROWTH (sales/pendapatan), dan nilai pertumbuhan GDP suatu negara berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan manufaktur yang *go-public* dan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2016 - 2018.
2. Model 2 : Pengukuran kinerja berdasarkan ROE, Total Debt (TD), ukuran perusahaan (SIZE), nilai pertumbuhan GDP dan INFLASI berpengaruh negatif sedangkan STD dan GROWTH berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan manufaktur yang *go-public* dan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2016 - 2018.
3. Terdapat perbedaan hasil antara pengukuran kinerja perusahaan berdasarkan ROA dan ROE. Dimana STD berpengaruh negatif sedangkan TD berpengaruh positif pada pengukuran kinerja berdasarkan ROA. Sedangkan pada pengukuran kinerja berdasarkan ROE memberikan hasil yang berlawanan. Dimana STD berpengaruh positif sedangkan TD berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan manufaktur yang *go-public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2016 - 2018.
4. Variabel yang mencerminkan kondisi ekonomi negara seperti GDP dan INFLASI terbukti penting dalam menjelaskan kinerja, membenarkan sifat prosiklis dari kinerja perusahaan, seperti yang dinyatakan oleh Pattitoni et al. (2014).

Implikasi

1. Bagi Manajer Keuangan

Dalam usaha meningkatkan profitabilitas dan kinerja perusahaan, sebaiknya manajer keuangan memperhatikan beberapa faktor yang dapat mempengaruhi, diantaranya nilai hutang (DEBT) yang dibagi menjadi LTD (Hutang Jangka Panjang), STD (Hutang Jangka Pendek) dan TD (Total Hutang). Karena ketika hutang meningkat, leverage keuangan pun meningkat. Jika tingkat leverage baik maka perusahaan memiliki kemampuan yang lebih untuk meningkatkan produksi dan menghasilkan pertumbuhan penjualan yang lebih besar, tentunya hal ini akan memberikan nilai positif bagi kinerja perusahaan. Namun perlu diperhatikan juga nilai maksimum dan rasio leverage perusahaan karena tidak menutup kemungkinan dapat memberikan dampak negatif apabila komposisi antara hutang ekuitas perusahaan tidak terukur. Selain itu, manajer keuangan juga perlu memperhatikan faktor ekonomi eksternal seperti GDP dan Inflasi karena dapat berdampak pada kinerja perusahaan.

2. Bagi Investor

Ketika menilai suatu perusahaan, hendaknya tidak menilai dari satu aspek. Faktor – faktor yang perlu dipertimbangkan selain dari sisi internal perusahaan seperti nilai ROA, ROE, nilai hutang, nilai aset dan penjualan atau pendapatan, investor juga perlu mempertimbangkan faktor ekonomi eksternal seperti kenaikan nilai GDP dan penurunan nilai Inflasi suatu Negara yang dapat memengaruhi kinerja perusahaan. Sehingga disarankan bagi investor agar meningkatkan *awareness* dan memperhatikan faktor baik dari sisi internal perusahaan maupun faktor ekonomi eksternal sebelum melakukan investasi agar investor tidak mengalami kerugian.

6. Keterbatasan dan Saran

Dalam penelitian ini, terdapat keterbatasan atau kelemahan, diantaranya perusahaan yang diteliti hanya perusahaan manufaktur dan periode yang digunakan dalam penelitian ini relatif pendek yaitu dari tahun 2016 sampai tahun 2018 (3 tahun pengamatan). Berdasarkan kesimpulan yang telah diperoleh, maka diberikan saran yang sekiranya dapat membantu penelitian selanjutnya. Penelitian selanjutnya dapat menambahkan variabel lain yang dapat menjelaskan perilaku pengambilan risiko dan pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan (Mirza et al., 2016).

Daftar Pustaka

- Adeusi, S. O., Kolapo, F. T., & Aluko, A. O. (2014). Determinants of Commercial Banks' Profitability. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 2(12), 1–18.
- Akeem, L. B., K, E. T., Kiyanjui, M. W., & Kayode, M. (2014). Effects of Capital Structure on Firm's Performance : Empirical Study of Manufacturing Companies in Nigeria. *Journal of Finance and Investment Analysis*, 3(4), 39–57.
- Al-Matari, E. M., Al-Swidi, A. K., & Fadzil, F. H. B. (2014). The Measurements of Firm Performance's Dimensions. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 6(1), 24. <https://doi.org/10.5296/ajfa.v6i1.4761>
- Boateng, K. (2018). *Determinants of Bank Profitability : A Comparative Study of Indian and Ghanaian Banks*. 5(5), 643–654.
- Dalci, I. (2018). Impact of financial leverage on profitability of listed manufacturing firms in China. *Pacific Accounting Review*, 30(4), 410–432. <https://doi.org/10.1108/PAR-01-2018-0008>
- Dewi Sartika, U., Siddik, S., & Choiriyah, C. (2019). Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Nilai Tukar, Dan Produk Domestik Bruto Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 8(2), 75. <https://doi.org/10.32502/jimn.v8i2.1821>
- Dewiningrat, A. I., & Mustanda, I. K. (2018). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, dan Struktur Aset terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 7(7), 3471–3501.
- El-Chaarani, H. (2014). The impact of financial structure on the performance of European Listed Firms. *European Research Studies Journal*, 17(3), 103–124.
- Forte, R., & Tavares, J. M. (2019). *The relationship between debt and a firm's performance : the impact of institutional factors*. <https://doi.org/10.1108/MF-04-2018-0169>
- Herdianto, W. S. (2015). PENGARUH STRUKTUR UTANG TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur Tahun 2011-2013). *Diponegoro Journal of Accounting*, 4(3), 531–540.
- Khasawneh, A. Y., & Dasouqi, Q. A. (2017). Sales nationality and debt financing impact on firm's performance and risk: Evidence from Jordanian companies. *EuroMed Journal of Business*, 12(1), 103–126. <https://doi.org/10.1108/EMJB-05-2016-0015>
- Messai, A. S., Gallali, M. I., & Jouini, F. (2015). Determinants of Bank Profitability in Western European Countries Evidence from System GMM Estimates. *International Business Research*, 8(7), 30–42. <https://doi.org/10.5539/ibr.v8n7p30>

- Mirza, N., Rahat, B., & Reddy, K. (2016). Financial leverage and stock returns: Evidence from an emerging economy. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 29(1), 85–100. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2016.1160792>.
- Pandey, K. D., & Sahu, T. N. (2019). *Debt Financing , Agency Cost and Firm Performance : Evidence from India*. <https://doi.org/10.1177/0972262919859203>.
- Pattitoni, P., Petracci, B., & Spisni, M. (2011). *Determinants of profitability in the EU-15 area*. 1–32.
- Pervan, M. (2012). *Influence of firm size on its business success*. 3, 213–223.
- Raza, M. W. (2013). Affect of financial leverage on firm performance. Empirical evidence from Karachi Stock Exchange. *Shaheed Benazir Bhutto University Sheringal*, 50383(September), 1–20. <https://doi.org/10.1227/01.NEU.0000349921.14519.2A>
- Rehman, S. S. F. U. (2013). Relationship between Financial Leverage and Financial Performance: Empirical Evidence of Listed Sugar Companies of Pakistan. *Global Journal of Management and Business Reserach Finance*, 13(8), 33–40.
- Safitri, A. M., & Mukaram, M. (2018). Pengaruh ROA, ROE, dan NPM Terhadap Pertumbuhan Laba Pada Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Bisnis Dan Investasi*, 4(1), 25. <https://doi.org/10.35697/jrbi.v4i1.990>
- Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65(August), 156–166. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.11.105>
- Sia, S. K., & Jose, A. (2019). Attitude and subjective norm as personal moral obligation mediated predictors of intention to build eco-friendly house. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(4), 678–694. <https://doi.org/10.1108/MEQ-02-2019-0038>
- Suryanto, S., & Kesuma, I. (2013). Pengaruh Kinerja Keuangan, Tingkat Inflasi dan PDB Terhadap Harga Saham Perusahaan F&B. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 2(7), 1–20.
- Taani, K (2012). *Impact of working capital management policy and financial leverage on financial performance Evidence from Amman Stock Exchange listed companies International Journal of management sciences a.pdf*. (n.d.).
- Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2015). Debt financing and firm performance: an empirical study based on Swedish data. *Journal of Risk Finance*, 16(1), 102–118. <https://doi.org/10.1108/JRF-06-2014-0085>.
- Zeitun, R., & Saleh, A. S. (2015). Dynamic performance, financial leverage and financial crisis: Evidence from GCC countries. *EuroMed Journal of Business*, 10(2), 147–162. <https://doi.org/10.1108/EMJB-08-2014-0022>